
URÍA MENÉNDEZ

Principales novedades regulatorias para
emisores de valores en 2020

24 de enero de 2020

Índice

Principales novedades regulatorias para emisores de valores en 2020	3
Derogación de los criterios de la CNMV sobre operativa discrecional	4
Modificación de las comunicaciones de información privilegiada y relevante	4
Reformas en materia de contratos de liquidez.....	6
Reforma del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas	6
Otras modificaciones sobre abuso de mercado y sobre folletos de oferta y admisión aplicables a todos los emisores.....	7
Nuevo formato electrónico del informe financiero anual	8
Abogados de contacto.....	9

Principales novedades regulatorias para emisores de valores en 2020

Durante 2020 y principios de 2021, comenzarán a desplegar efectos diversas novedades regulatorias en materia de mercado de valores con incidencia para los emisores de valores:

- La CNMV ha dejado sin efecto los Criterios de operativa discrecional de autocartera que publicó en julio de 2013 (los “**Criterios de gestión discrecional de autocartera**”), y ha establecido que, para que la operativa de los emisores con autocartera se beneficie de un “puerto seguro” bajo el Reglamento (UE) 596/2014, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado (“**RAM**”) frente a imputaciones de abuso de mercado, esta únicamente puede llevarse a cabo al amparo de un programa de recompra o estabilización, o de un contrato de liquidez.
 - <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={950be666-8038-49ad-a978-644a1d70f30d}>
- La Resolución de 24 de octubre de 2019 de la CNMV (“**Resolución de la CNMV**”) modificó el registro electrónico de la CNMV. La principal novedad introducida es que, a partir del **8 de febrero de 2020**, los emisores deberán realizar las comunicaciones de información privilegiada de los artículos 17 del RAM y 226 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (“**TRLMV**”) por el trámite “CIP”, y las de otra información relevante, regulada y corporativa del artículo 227 TRLMV, por el trámite “DIS”.
 - https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2019-15973
- La Circular 2/2019, de 27 de noviembre, de la CNMV (“**Circular 2/2019**”), modificó la Circular 1/2017, de 26 de abril, sobre los contratos de liquidez (“**Circular sobre contratos de liquidez**”), actualizando y flexibilizando el régimen de los contratos de liquidez, con efectos a partir del **30 de marzo de 2020**, para incorporar ciertas prácticas que se venían realizando en ámbitos de valores de menor liquidez (MAB).
 - https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2019-17695
- La CNMV está en proceso de revisión del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (“**CBG**”) de 2015, y ha sometido a consulta pública una **Propuesta de modificación de determinadas recomendaciones del CBG** que persigue adaptar su contenido a los cambios legales producidos, aclarar y complementar algunos aspectos, reforzar los controles para **evitar las prácticas irregulares**, introducir un enfoque actual sobre **sostenibilidad** y actualizar los planteamientos sobre **diversidad en los consejos**.
 - http://www.cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/ConsultaCBG_2020.pdf

- El Reglamento (UE) 2019/2115 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, en relación con el fomento del uso de los mercados de pymes en expansión, modificó el RAM y el Reglamento (UE) 2017/1129, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado (“**Reglamento de folletos**”).
 - Las modificaciones al Reglamento de folletos son ya de aplicación, mientras que las modificaciones al RAM entrarán en vigor a partir del **1 de enero de 2021**.
 - <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2019-81930>
- A partir del 1 de enero de 2020, los **informes financieros anuales de los emisores del mercado continuo se elaborarán en un formato electrónico único “xHTML”**.
 - <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2019-80907>
 - <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2019-81950>

DEROGACIÓN DE LOS CRITERIOS DE LA CNMV SOBRE OPERATIVA DISCRECIONAL

La CNMV, oficializando el criterio que ha venido expresando en el pasado en relación con la operativa discrecional de autocartera de los emisores, ha dejado sin efecto los Criterios de gestión discrecional de autocartera de julio de 2013 por considerarlos superados e incompatibles con el diseño armonizador del RAM en materia de prácticas de mercado aceptadas.

De esta forma, según la CNMV, para que los emisores puedan operar con acciones propias dentro de un “puerto seguro” que justifique el cumplimiento de la normativa sobre manipulación de mercado y abuso de información privilegiada bajo el RAM, **deberán hacerlo al amparo de un programa de recompra o de medidas de estabilización contemplados en el artículo 5 del RAM, o de un contrato de liquidez de los previstos en la Circular sobre contratos de liquidez**. Si los emisores optan por realizar operaciones de autocartera al margen de estos instrumentos, en la modalidad de gestión discrecional, seguirán por supuesto sujetos al cumplimiento de dicha normativa, pero quedarán **expuestos a una mayor probabilidad de fiscalización de su operativa por la CNMV a posteriori bajo la perspectiva de la normativa de abuso de mercado**.

MODIFICACIÓN DE LAS COMUNICACIONES DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y RELEVANTE

La Resolución de la CNMV actualiza la relación de trámites ante su registro electrónico tras la entrada en vigor de diversas normas comunitarias. La principal reforma afecta a los trámites de **comunicación a la CNMV de información privilegiada e información relevante** (antes unidos en una categoría única de “hechos relevantes” bajo el trámite “HSR”), distinción que entró en vigor a través de la reforma del TRLMV

operada por el Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre. La adaptación de la Sede Electrónica de la CNMV a estos dos trámites estará operativa a partir del **8 de febrero de 2020**.

El registro electrónico de la CNMV **incluye el nuevo trámite “CIP” (Comunicación de información privilegiada), por medio del cual los emisores deben realizar las comunicaciones de información privilegiada conforme a los artículos 17 del RAM y 226 TRLMV.**

La Resolución de la CNMV también **introduce el nuevo trámite “DIS” (Comunicación de otra información relevante, regulada y corporativa), por medio del cual los emisores deben remitir la restante información de carácter financiero o corporativo que cualquier disposición les obligue a hacer pública en España, o que por su especial interés el emisor considere necesario difundir entre los inversores, de conformidad con el artículo 227 TRLMV**, especificando que habrá modelos normalizados para cada uno de los siguientes tipos de información: (i) cambios en los derechos vinculados a las clases de acciones o valores; (ii) convocatoria de juntas o asambleas; (iii) Estado miembro de origen; (iv) informe de pagos a las Administraciones Públicas; (v) comunicaciones de operaciones vinculadas (cuando se modifique la Ley de Sociedades de Capital y se obligue a su publicación); (vi) número total de derechos de voto y de capital; (vii) aprobación y posterior inscripción del Reglamento de la Junta; (viii) aprobación y posterior inscripción del Reglamento del Consejo; y (ix) otra información relevante, para aquella otra información que sea de especial interés para los inversores.

Por tanto, en lo sucesivo, los emisores deberán reservar para el trámite CIP las comunicaciones de información privilegiada tanto sobrevenidas como las que, concurriendo los requisitos exigibles para ello, hayan sido objeto de demora en su publicación, es decir, **aquella información que haya sido internamente calificada como privilegiada y respecto de la que se haya abierto un registro de iniciados**, y deberán comunicar las demás informaciones, cuando proceda, a través del trámite DIS. En los casos de **retraso en la comunicación**, los emisores deberán notificar a CNMV, a través del formulario previsto al efecto en el propio trámite CIP al tiempo que publican dicha información, (i) que esta ha sido retrasada; (ii) el tipo de información y número de referencia; (iii) la fecha en la que nació la información privilegiada; (iv) la fecha en la que se decidió retrasar la información privilegiada; y (v) la persona u órgano responsable de la decisión de retraso. Esta información del retraso a la CNMV no será pública.

Por otro lado, la Resolución de la CNMV no afecta a las obligaciones de comunicación a las Bolsas de Valores de las comunicaciones remitidas a la CNMV bajo cualquiera de los dos trámites, de conformidad con la norma 4.ª de la Circular 3/2016 de cada una de las Bolsas de Valores.

REFORMAS EN MATERIA DE CONTRATOS DE LIQUIDEZ

Con efectos a partir del 30 de marzo de 2020, la Circular 2/2019 introduce un **nuevo límite al volumen diario que se puede ejecutar al amparo de un contrato de liquidez**, en el caso de sociedades con un mercado ilíquido (conforme a lo que establece MIFIR) y cuyas acciones además se negocien en un mercado regulado a través del sistema de contratación de *fixing* (valores con muy poca liquidez) o se negocien en sistemas multilaterales de negociación (emisores del MAB). En estos casos, el límite a la contratación por el intermediario financiero será **el mayor entre (i) el 25 % de la media diaria del volumen negociado en las 30 sesiones anteriores, y (ii) 20.000 euros en cada sesión en que opere** el contrato de liquidez. Los emisores del mercado continuo que tengan contratos de liquidez conforme al modelo aprobado por la CNMV **no tendrán que realizar ninguna modificación a su contrato para adaptarlo a la nueva normativa**, ya que este regula las condiciones para operar mediante una remisión a la norma, por lo que quedan actualizados. Los emisores que tengan contratos de liquidez en vigor en un formato distinto (MAB) tendrán que revisarlos para adaptarlos a la reforma.

Para los **emisores cuyas acciones se negocien en un mercado regulado a través del sistema de contratación general y sus acciones sean altamente ilíquidas**, se introduce también la posibilidad de que **la CNMV pueda autorizar la aplicación del nuevo límite** al volumen diario.

REFORMA DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

En el marco de su plan de actividades para el ejercicio 2019-2020, la CNMV ha sometido a consulta pública una **propuesta de modificación de algunas recomendaciones del CBG** hasta el 15 de febrero de 2020. Los cambios más relevantes son, en primer lugar, los relacionados con los **mecanismos de control y tratamiento de situaciones que puedan afectar a la reputación de los consejeros y emisores**. Se promueve la **actuación inmediata del consejo ante situaciones de posibles prácticas irregulares que afecten a un consejero** y que puedan perjudicar la reputación de la sociedad en cuanto tenga conocimiento de la situación, sin esperar a un posible procesamiento o apertura de juicio oral contra el consejero. Asimismo, **se refuerzan las competencias de la comisión de auditoría**, a la que se hace responsable de la supervisión de la información no financiera y de los sistemas de control y gestión de riesgos no financieros, así como de la aplicación efectiva de las políticas y sistemas de control interno. Por último, cuando un consejero cese antes del término de su mandato, este **deberá dar al consejo suficiente detalle sobre las razones de su dimisión o, en el caso de consejeros no ejecutivos, su parecer sobre las razones del cese por la junta, y la sociedad deberá publicar cuanto antes** (si es relevante para los inversores) el cese, las circunstancias y la opinión del consejero (sin perjuicio de seguir explicándolo en el IAGC).

En segundo lugar, se proponen diversos cambios en cuanto a la diversidad en la composición de los consejos de administración de las sociedades cotizadas. Se establece la recomendación directa de que el **número de consejeros del sexo de menor representación debe constituir como mínimo el 40 % del total de consejeros**. Asimismo, y tras evaluar que el porcentaje de consejeras ejecutivas es muy bajo en los consejos de sociedades cotizadas, **se recomienda que la política de selección de las empresas promueva un número suficiente de mujeres en los puestos de alta dirección** (como paso previo al nombramiento de futuras consejeras ejecutivas).

Otras propuestas relevantes incluyen también la **ampliación a todos los grupos de sociedades en los que haya una sociedad cotizada dependiente de la obligación de informar sobre las relaciones de negocio o actividades que esta desarrolle con la matriz** o con otras sociedades del grupo, y de los mecanismos para resolver posibles conflictos de interés, con independencia de si la matriz es cotizada o no.

Por otro lado, se revisa la terminología, actualizando la denominación de las **comisiones especializadas que supervisen el cumplimiento de las políticas en materia medioambiental y social, y de gobierno corporativo, de comisión de responsabilidad social corporativa a comisión de sostenibilidad**. Además, las sociedades cotizadas **deberán tener una política general de comunicación de información económico-financiera y corporativa**, por los canales que considere, que maximice la difusión y la calidad de la información para el mercado, los inversores y otros grupos de interés.

Se permite también que **las comisiones ejecutivas no estén compuestas en proporción a las categorías de consejeros presentes en el consejo**, y que se compongan en su mayoría de consejeros ejecutivos siempre que haya al menos dos consejeros externos y uno de ellos sea independiente. Por último, la CNMV introduce una aclaración en relación con el límite a los pagos por resolución del contrato del consejero, en concreto establece que **en el cálculo de las dos anualidades de retribución se debe incluir también cualquier cantidad devengada como consecuencia de la extinción, como las derivadas de pactos de no competencia post-contractual, sistemas de pensiones y otras**.

Aunque la CNMV no indica nada al respecto en los documentos sometidos a consulta, entendemos que las modificaciones propuestas —si se aprueban— serán de aplicación por primera vez para los informes anuales de gobierno corporativo que se elaboren en 2021 en relación con el ejercicio 2020.

OTRAS MODIFICACIONES SOBRE ABUSO DE MERCADO Y SOBRE FOLLETOS DE OFERTA Y ADMISIÓN APLICABLES A TODOS LOS EMISORES

Adicionalmente, se introducen algunas modificaciones importantes en el RAM con efectos a partir del 1 de enero de 2021. Así, el artículo 11 del RAM recoge que en **ofertas de bonos dirigidas a inversores**

cualificados, la comunicación de información privilegiada a estos inversores no constituye una prospección de mercado cuando su objetivo es negociar las condiciones contractuales de la participación del inversor en la emisión. El emisor deberá asegurarse de que los receptores de la información conocen y reconocen por escrito las obligaciones que dicha recepción implica, así como las sanciones asociadas, para que se entienda que dicha comunicación es una **comunicación realizada en el normal ejercicio del trabajo, profesión o funciones**, permitida por el artículo 10.1 del RAM.

Se modifica también la primera mitad del artículo 18 del RAM sobre **listas de iniciados**, para clarificar que la obligación de elaborar y mantener listas de iniciados **corresponde también a las personas que actúen en nombre y por cuenta de los emisores** (por ejemplo, asesores externos).

Por otro lado, se introduce una aclaración en el Reglamento de folletos, la cual ya se encuentra en vigor, para evitar el uso abusivo de las exenciones a la obligación de publicar un folleto en el caso de valores (i) ofertados en una adquisición mediante oferta de canje, u (ii) ofertados o asignados en relación con una fusión o escisión, recalcando la **obligación de toda sociedad no cotizada que quiera solicitar la admisión a cotización de elaborar un folleto de conformidad con lo dispuesto en el Reglamento de folletos**, incluso aunque la admisión se produzca como consecuencia de alguna de estas excepciones. Las exenciones a la obligación de publicar un folleto en los dos casos anteriores serán plenamente aplicables cuando **las sociedades ya cotizaran antes de la adquisición u operación y exista un documento equivalente**.

NUEVO FORMATO ELECTRÓNICO DEL INFORME FINANCIERO ANUAL

Por último, la Directiva 2013/50/EC, que modifica la Directiva de Transparencia, establece que, con efectos 1 de enero de 2020, **los informes financieros anuales de los emisores del mercado continuo se elaborarán en un formato electrónico único**. El Reglamento Delegado 2019/815, de 17 de diciembre de 2018, regula que el formato electrónico único de presentación de **los informes financieros anuales individuales y consolidados (cuentas anuales, informe de gestión y declaración de responsabilidad) será el formato “xHTML”**, legible por el ser humano. Además, **cuando los informes incluyan estados financieros consolidados conforme a NIIF, los emisores deberán identificar dichos estados financieros con el lenguaje de marcado “XBRL”**, que es legible por máquina y que permite automatizar la información a través de la taxonomía específica para convertir textos legibles por el ser humano en información legible por la máquina (todo lo cual se regula en detalle en los anexos del propio Reglamento Delegado 2019/815, de 17 de diciembre de 2018, actualizados por el Reglamento Delegado 2019/2100, de 30 de septiembre de 2019). El marcado “XBRL” es voluntario para los estados financieros individuales.

Abogados de contacto



Javier Redonet

Socio responsable del Área de Mercado de Valores

+34 91 586 01 54

javier.redonet@uria.com



Gabriel Núñez

Socio del Área de Mercado de Valores

+34 91 586 06 54

gabriel.nunez@uria.com



Alfonso Ventoso

Socio del Área de Mercado de Valores

+34 91 586 01 80

alfonso.ventoso@uria.com



Marta Ríos Estrella

Socia del Área de Financiero, Concursal, Energía y Transporte

+34 91 586 06 25

marta.rios@uria.com



Enrique Nieto

Socio del Área de Mercado de Valores

+34 91 586 01 08

enrique.nieto@uria.com

BARCELONA
BILBAO
LISBOA
MADRID
PORTO
VALENCIA
BRUXELLES
LONDON
NEW YORK
BOGOTÁ
CIUDAD DE MÉXICO
LIMA
SANTIAGO DE CHILE
BEIJING